

网络环境下证券信息披露的法律保障探析

魏 晓 菲

(厦门大学 法学院 福建 厦门 361005)

[摘 要] 根据我国目前网络信息披露的现状,应从技术和监管两个层面加强法律规制的立法力度。一方面面对网络信息披露相关技术问题如信息形式、信息量、时间等方面作出明确的规范;另一方面从监管的角度在新的监管要求、监管途径、监管形式等方面进一步保障信息披露的有效性。

[关键词] 网络;信息披露;法律保障

[中图分类号] F832.5

[文献标识码] A

[文章编号] 1672-0040(2007)01-0057-03

网络时代的到来引起了人类生活与交易方式的变革,网上证券交易的产生与发展是证券市场发展过程中革命性的节点,其在给投资者、网络券商、证券交易所、证券投资咨询机构等市场主体带来巨大的便利和效益的同时,也对传统的证券市场提出了挑战,产生了一些诸如网上发行和网上信息披露的规制、网上欺诈的预防与规制等新问题。因为随着互联网的不断发展,越来越多的上市公司开始进行网上信息披露,这一举措在极大地拉近信息提供者与投资者之间时空距离的同时,也给上市公司信息披露监管工作带来了很大的困难。网络环境下证券市场信息披露不仅具有纸化时代信息披露制度固有的缺点,更是在网络这个新经济时代产物的基础上出现了新的问题,如何才能从法律的角度对网络信息披露进行保障,实现最优的监管效果,成为一个值得关注的问题。

一、中美证券市场 网络信息披露的现状

(一) 互联网对证券市场信息披露的影响——以美国为例

1. 与传统媒体相比具有廉价、高效的优势。在美国证监会、各个证券交易市场、上市企业、券商、投资公司建立的网站上,可以通过网站提供的搜索器很快得到所需资料,信息每天可以进行许多次刷新,有做到实时披露信息的可能,而且用户在大多数情况下都可以免费获取。2. 使更广泛的信息披露成为可能:由于通过互联网进行信息披露的效率更高、费用更低,使得较为分散的中小投资者能够花费较少的成本来获取公司信息,原来阻碍中小投资者获取公司信息等有可能得到根本性的解决。目前在美国证券市场中,投资者已经能够通过网上电话会议聆听、

收看和下载上市公司的信息披露发布内容。3. 为信息披露制度建设提供了有力的技术支持。2000 年,美国证监会颁布了“关于有选择性的信息披露和内幕交易问题的规则”,确立了“公平信息披露规则”,规则规定:信息披露的时间决定于这种有选择性的信息披露是否是故意的行为。如果是故意的,则必须同时将这条信息向公众披露;如属于无意中泄露的,也应该迅速向公众披露。“公平信息披露原则”要求发行人进行信息披露的时间更短、次数更多。通过互联网技术的支持实现了制度上的创新,用以提高市场的有效性。^[1]

然而,网络同时也给美国的证券市场带来了一些负面影响,表现为:一些人在网上发布虚假投资信息,进行网络欺诈;由于网上欺诈行为发布信息速度更快,造假成本更低,欺诈行为变得更加容易。在对该问题的监管上,美国证券立法赋予了监管机构(SEC)广泛的权力,包括对违规行为的调查权、签发禁令与采取附带补救措施权、民事罚款权、决定和命令、停止违法行为令、禁止加入公司令,对经纪人或交易商投资公司或投资顾问的行政权、谴责权、制定规则权、接受注册和行政诉讼权等权利,其权力的核心是保护投资者的利益,维护证券市场的健康有序的发展。由于 SEC 的权利与其地位相适应,执法中与美国其他政府机构及自律机构相互配合,而且受到严密的司法审查监督,因此,SEC 能够发挥良好的监管作用。在法律保障方面,2000 年 8 月,美国证监会(即 SEC)通过了《证券市场信息公平披露规则》,明令上市公司实行强制性信息披露制度。同时,美国司法监管执行力度大。在证券交易中,单个中小投资者损失很小,而投资者诉讼所付出的时间和精力成本很高,一般不愿起诉,从而导致违法者对冒乐此不疲。因此,美国集团诉讼的影响非常大,一些律师事务所

[收稿日期] 2006-10-18

[作者简介] 魏晓菲(1981—),女,山东淄博人,厦门大学法学院硕士研究生,主要从事商法研究。

专门从事证券集体诉讼(原告律师),随时跟踪上市公司的财务报表和新闻发布,搜集虚假陈述的证据。这种集团诉讼制度对保护中小投资者的利益、促进证券市场的规范运作起到了很大的作用。^[2]

(二)我国网络环境下证券市场信息披露的现状

我国对于证券市场信息披露的规制已经初步形成一个比较完整的制度体系,包括1993年《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》,以及《证券法》。尤其是新修订的《证券法》对于建立信息披露制度的体系、披露的文件、信息披露制度的评价标准、具体的披露义务人及其披露义务和法律责任进行了相当充分的规定,而2003年出台的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》也使我国的信息披露制度具有了司法诉讼上的可操作性。证券市场信息披露制度有其原有的问题所在,比如基于业绩的不确定性,决定了上市公司向社会直接融资时必须对投资人讲实话,披露真实的信息,投资人才可能以自己的判断承担投资的风险和责任。如果上市公司作虚假陈述,将资金引向无效的地方,不仅造成了社会资源配置的浪费,更严重损害投资人的利益。企业虚假的会计信息披露的问题主要表现在:信息披露不充分、信息披露的质量较低、信息披露不及时、信息披露程序的不规范性、上市公司信息披露的非主动性、上市公司信息传播途径的非法性等。

在网络环境下,上述弊端中关于信息披露不充分、不及时、不规范等方面的问题会有所缓解,但同时另一些问题开始凸现,如违规成本低廉和巨大的利益诱惑使得网上虚假信息更容易出现,由于信息披露监管法律体系中还没有相应的针对网络的保障规则使得网络信息披露缺乏规范性和严格的管制等。

1. 缺乏规范的网上信息披露制度。虽然证监会规定上市公司必须在网上披露相关信息,但是相关部门却没有公布通用的网上财务报告准则和网上信息披露准则,这就导致了上市公司在进行网上信息披露时各行其是,在披露的信息内容和时间选择上随意性很大,甚至故意遗漏对公司不利的信息,从而使得上市公司造假有机可乘。而且由于信息披露的口径不一致,使得监管者很难对不同公司的信息做出有效比较,增大了监管成本。
2. 网络信息的安全性值得考虑。网络作为一种传播媒介有其自身的特殊性,如超链接功能、网络安全漏洞、病毒、软件、备份等都是网络特有的概念。目前上市公司网上信息披露,通常是将事先准备好的纸面信息转换为HTML格式,以实现信息的有效链接和检索,但是这种做法无法避免格式转换中的输入错误,使得网络上的信息途径不能保证始终通畅。同时网络信息的不安全因素如黑客攻击、病毒入侵、软件未加安全保护等因素也存在,另外有些工作人员的保密观念不强、自然灾害或停电造成信息丢失等外界因素也给网络信息安全造成隐患,从而也给上市公司信息披露监管带来难题。
3. 信息泛滥问题明显。通过互联网,上市公司不仅可以披露财务信息,还可以用图文并茂的方式披露非财务信息,更加丰富的信息固然可以使信息

使用者对公司有更深入的了解,但是这些超大容量的信息也会使信息使用者没有时间阅读或者无法完全理解,而且有些信息可能并不是他们真正需要的,这时就会出现信息超载问题。信息超载会增加上市公司的额外信息披露成本,也会增加信息使用者的搜寻成本,当然也会增加监管者的监管成本,更加不利于监管。^[3]4. 责任体系不完善。我国关于信息披露真实性的法律标准、不实披露的责任主体范围的规定,相对而言是较为全面的,并且均辅之以较为严厉的行政、刑事责任。然而对于网络环境下信息披露主体的义务以及民事责任规定还远远没有跟上网络的发展速度,义务和责任体系的缺失和实现的困难性使得网络信息披露的真实性和投资者的权益保障又增加了新的难度。

二、网络环境下证券市场信息披露法律保障的建议

(一)信息披露技术层面的法律保障

目前社会实践中较常见的网络信息披露的信息爆炸、信息欺诈、重要信息回避以及网络操作等问题,追根溯源是因为缺乏一个有效的、对网络信息披露在具体的信息披露规范、网络信息披露具体形式以及网络安全性等技术层面做出规制的规范体系。因此针对上述问题,对于网络信息披露有效性的法律保障应首先从对信息披露的技术层面来考虑。

1. 制定网络信息披露的操作规范。所谓网络信息披露的操作规范,是指立法应对网络前提下整个信息披露流程做出区别于传统纸面信息披露的具体操作规范。如对网络信息披露的媒介要求、披露主体、披露的内容以及时间做出明确的规定,以理清目前各上市公司在网络披露方面各行其是的纷乱局面。其中,对披露媒介也就是网络本身的规范要求,可以为广大投资者提供一个平等的、环境良好的获得信息的平台;对披露主体、披露内容以及披露时间的规定,不仅可以将传统的纸面信息披露所要求的文件和信息以更便捷的途径提供给投资者,还可以利用网络的优势,从法律上对投资者及时获得更多信息提供保障。
2. 网络背景下信息有效性的保障。与传统的纸面信息披露相比,通过网络的信息披露虽然大大提高了效率,但也存在不同程度的有效性问题,一方面体现为信息爆炸,即网络上充斥着各种相关信息使得投资者面对如此大量的信息往往不明所以然;另一方面也表现为在纷繁的信息中有些重要的信息却被遮避了,没有得到有效披露。同时,网络信息披露因为其不同于传统纸面形式,对于尚未充分了解网络信息形式的投资者,则需提高识别信息欺诈的可能性。如何确保信息本身的有效性,是法律制度要解决的又一个重要问题。当务之急应对通过网络披露的信息内容做出强制性和指导性两类规定,强制性规范用于规定必须披露的信息内容、信息的形式,以解决信息欺诈的问题,而在解决信息爆炸与信息回避的平衡问题上,可以采用非强制的指导性规范,对于大量的“软信息”的网络披露做出有效规制。
3. 关注网络技术的专业问题。网络中超链接技术

的使用,会存在招股说明书等文件本身并无问题,但链接使投资者产生误解的现象。比如有有的招股说明书上存在多个链接,链接中还存在链接,这样会使投资者在不同的部分之间转来转去,不但不能更好地理解信息的文件,反而会出现思维上的混乱,或遗漏文件中的内容,以致无法完整地理解文件的内容。出现这种情形时,投资者能否以虚假陈述或重大遗漏为由要求信息披露人承担信息披露不实的民事责任呢?对此,证券法应出台相应的规范,内容主要包括链接点应该怎么设置,哪些内容不能设置链接,被链接的网站对文件的真实性是否负责等。^[4]另外,关于网络安全、网络维护、软件应用等专门技术问题,法律也可以对于网络信息披露工作的负责人员任职资格做出规定,使网络信息披露具备先进的软硬件条件,才能有效解决网络这一特殊领域的技术问题。

(二) 监管层面的法律保障

基于信息对投资者利益的重要性,信息的真实性、充分性和及时性尤为重要。而上市公司都以自身利益最大化为目标,单靠技术性规范仍难以确保投资者的利益,因此立法除了对网络信息披露的技术性操作做出规范,还应当加大监管力度,加强对证券公司向投资者披露信息的监管。尽管证监会已作出了一些规定,但这些规定在网络的新环境下仍难以充分、有效地保护投资者的利益。鉴于此,立法至少应从以下几个方面加以完善。1. 扩充网上信息披露的监管范围。目前已公布的文件中提到的信息披露主体只包括证监会、券商和发行人,对于其它主体进行网上信息发布的行没有明确的规定。比如:投资公司、以证券市场为讨论主题的网络公司、门户网站上证券投资专栏甚至一些讨论证券投资和企业的私人网站等主体进行的网上信息的发布,都应该逐步纳入监管范围之内。同时,目前对上市公司的网上信息披露行为的规定只涉及新股发行,其范围还需扩展。对于其年报、季报以及临时公告等信息的网上披露也应该逐步纳入监管范围。2. 加强对证券网站的监管。证券网站是证券信息传递的基本媒介,也是投资者赖以进行证券交易、获得证券信息的惟一可视化载体,所以对证券网站的经营与管理进行监管具有十分重要的意义。首先应对媒介本身即披露信息的网络做出硬性的要求。有学者建议对信息披露的网站实行许可证制度,视其技术水平决定是否给予许可证,证监会对授予许可证的网站名单进行公开,并告知网民相关风险和责任的担负。^[5]无论采取许可证还是设立权威网站等方式,归根结底是为了给投资者提高可靠性较高的媒介,以此保障投资者获得信息的有效性和安全性。另外,对网站内容的监管等应在法律规范中有所体现。3. 加强网上信息披露监管的主动性。根据美国的经验,网上业务发展初期,出现的各种欺诈活动会非常多,很难控制。最好采用主动的监管手段,让大量熟悉互联网技术同时也熟悉证券市场的专业人

士长期参与到搜捕网上欺诈的工作中来。同时最好能够利用互联网建立起使广大投资人与监管机构能够直接沟通的渠道,及时地反馈市场中发生的事件。并与行业自律组织、券商一起合作,加强投资者教育工作,提高投资者对这一问题的认识,避免他们陷入各种与证券市场有关的网上骗局。4. 建立高效快捷的电子化监管系统,降低监管成本。电子化监管是指利用计算机技术、通讯技术和网络技术对上市公司的网上信息进行采集、加工、存储、分析,从而得到及时、科学和完善的监管结果数据和监管分析结果。与原有的纸面信息披露的监管相比,网络信息披露的监管更需要与现代网络技术相应的监控技术,面对网络信息披露中信息量增多、各种信息的新的电子形式、网络安全、网络条件和软件技术等问题,都需要一个相应的“网络摄像头”来进行随时随地的监管。5. 加强对网上信息披露的时间和频率的监管。监管方可以要求上市公司缩短网上信息披露间隔时间,要求上市公司不仅要提供年报、半年和季报,还要提供月报,甚至周报,而且在网络环境下,联机报告系统使信息从录入到报出的时间大大缩短,从而在技术上也使得缩短报告时间成为可能。同时,在信息技术支持下,企业各业务部可通过内部网连接在一起,将数据放在专门服务器上,实现资源共享、协同作业。业务发生与数据更新时的时滞现象将自动消失。通过对数据库的实时访问,可获取随时刷新的会计信息,通过智能化的会计软件,瞬间便可自动生成动态的实时会计报告。及时性的提高会大幅度改善会计信息的价值。6. 明确网络信息披露责任的归责原则、责任主体及责任承担的形式。我国目前对证券信息披露违规行为的民事责任的规定主要体现在《证券法》第69条、第193条的规定中。不同于传统信息披露的责任承担,对于网络环境下利用网络特殊性出现的各种违规行为,如果网络信息虚假、网络欺诈,以及基于网络技术出现的偏差如网络出错给投资者造成损失等情况下,应该如何归责、风险如何承担的问题,仍需要结合经济学的理论进一步制定详细的法律规范。

[参 考 文 献]

- [1] 张晶晶. 对我国证券市场信息披露失真问题的思考[J]. 商场现代化, 2006 (7):79-81.
- [2] 刘刚. 互联网对美国证券市场信息披露的影响以及中国所面临的问题[J]. 吉林财税, 2005 (6):53-54.
- [3] 李强, 任静. 基于互联网的上市公司信息披露监管研究[J]. 经济论坛, 2004 (22):90-91.
- [4] 齐爱民, 刘颖. 网络法研究[M]. 北京:法律出版社, 2003. 13-15.
- [5] 葛音. 网上证券交易监管措施探析[J]. 南都学坛(人文社会科学学报), 2003 (5):20-23.

(责任编辑 郑 东)